

China Reading Limited's Acquisition of New Classic Media

—Performance Analysis and Risk Prevention

Yumeng Guo

East China Jiaotong University, Nanchang, Jiangxi, 330013, China

Email: rainytomorrow@163.com

Abstract

With the rise of technology and the economy, Internet companies are diversifying to enhance competitiveness through mergers and acquisitions (M&A). This paper focuses on China Reading Limited's acquisition of New Classic Media, analyzing its impact using event studies and financial indices. Key findings reveal that while short-term market performance post-M&A was negative, long-term performance improved, indicating overall success. The study highlights the importance of adhering to development strategies, resource integration, and risk management in M&A processes. These insights can serve as valuable lessons for other Internet companies considering similar strategies.

Keywords: *China Reading Limited; New Classic Media; M&A Performance; Risk Prevention*

阅文集团并购新丽传媒

——绩效分析与风险防范

郭雨萌

华东交通大学, 江西南昌 330013

摘要: 随着科技与经济的不断进步, 互联网企业逐步走向多元化, 并通过并购提升综合竞争力。本文以阅文集团并购新丽传媒作为案例研究对象, 采用事件研究法和财务指标法分析其并购效果。研究结果表明, 尽管并购后短期市场表现不佳, 但长期市场表现呈积极趋势, 本案例并购是成功的。本文强调了坚持正确的发展战略、并购后的资源整合以及风险管理的重要性, 也为其他互联网企业制定并购发展战略提供了有价值的参考。

关键词: 阅文集团; 新丽传媒; 并购绩效; 风险防范

引言

随着科技的发展和信息化时代的到来, 互联网产业在我国蓬勃兴起, 企业纷纷通过并购和投资提升竞争力, 优化资源配置, 实现利润增长。研究表明, 并购规模与企业整体绩效相关^[1], 被并购公司的业绩存在显著差异^[2], 并购还降低了企业的风险承担水平^[3], 并在业绩承诺和创新绩效间起中介作用^[4]。此外, 企业并购能提升资源使用效率^[5], 改善财务困境公司的长期绩效, 尤其在疫情影响下, 这对公司脱困具有重要启示^[6]。然而, 并购也伴随财务、法律、运营等方面的风险, 如果并购商誉存在高估, 可能无法实现协同效应, 削弱企业风险承担能力, 威胁其可持续发展^[7]。尤其在整合不当或风险控制不足的情况下, 可能导致并购失败。本文以阅文集团并购新丽传媒为案例, 分析并购过程与财务绩效, 重点探讨如何防范并购中的财务风险。通过多种研究方法, 本文分析了并购前后股价波动与财务数据。结果显示, 尽管并购后短期市场表现不佳, 但长期财务绩效呈稳中向好趋势, 表明此次并购总体成功, 并为互联网企业并购中的风险防范和实际操作提供了参考建议。

1 阅文集团并购新丽传媒的背景及过程

1.1 阅文集团概况

阅文集团成立于 2015 年 3 月，由腾讯文学和盛大文学整合而成，是以数字阅读和 IP 开发为核心的文化产业集团。公司拥有 900 万创作者和 1390 万部作品，覆盖 200 多个内容类别，用户规模达数亿。阅文成功输出了《鬼吹灯》《盗墓笔记》《全职高手》等热门 IP，并涉足动漫、影视、游戏等多领域，构建了以版权为驱动力的文化生态。2017 年阅文集团在香港上市，2018 年收购新丽传媒。近年来，阅文集团面临市场竞争、新冠疫情等挑战，但持续推出 IP 改编影视剧，如《庆余年》《赘婿》《斗罗大陆》。2023 年阅文实现总收入 70.12 亿元，净利润 8.05 亿元，显示出其在在线阅读之外的多元化发展。

1.2 新丽传媒概况

新丽传媒集团有限公司成立于 2007 年，主营业务包括电视剧、网络剧、电影和艺术经纪，长期与国内主流媒体和网络平台保持良好的合作关系，专注于影视文化内容创作。2018 年，新丽传媒被阅文集团收购，成为其内容生态的重要组成部分。公司坚持高质量、多元化的战略，持续推出优质影视作品，推动原创与 IP 改编，扩大市场影响力。尽管新丽传媒的经营状况逐步改善，但资金实力仍较为薄弱。虽然公司在行业内有一定地位，但资金不足限制了其发展潜力。2012 年至 2017 年间，三次 IPO 尝试均未成功。未来，公司需加强资金实力以应对市场竞争。

1.3 阅文集团并购新丽传媒的并购过程

2018 年 8 月 13 日，阅文集团公布了对新丽传媒的并购方案。并购总价为 155 亿元，支付方式包括向腾讯全额支付股份和对管理层支付 50% 现金与 50% 股份，管理层部分还依据对赌协议调整。根据协议，若 2018 至 2020 年间，新丽传媒的净利润分别达到 5 亿、7 亿和 9 亿元，则阅文按并购总价支付，否则将根据净利润达成情况相应调整支付金额。2018 年 10 月 19 日，阅文集团股东特别大会批准了该收购协议，并于 10 月 31 日完成并购。并购后，腾讯持有阅文集团 54.4% 的股份，仍为最大股东，新丽传媒管理层则持有 3.6% 的股份。

2 阅文集团并购新丽传媒绩效分析及财务风险分析

阅文集团在不断发展的同时，希望通过并购新丽传媒拥有更全面的 IP 产业链，在 2018 年 10 月 31 日收购完成后，阅文集团的并购是否达到了其并购目的，本文还需要从以下几个方面来进行详细的分析。

2.1 短期市场绩效评价

事件研究法是一种用于评估特定事件对企业短期绩效影响的实证研究方法，常用于分析并购或资产重组等事件对股票价格的影响。其主要步骤包括：首先，选定并购事件并设定事件窗口期，通常依据并购公告或停牌日期；其次，选择估计期，即并购前股价相对稳定的时段。然后，计算该期间股价变动的实际收益率与市场预期收益率的差异，以评估并购对阅文集团股价的影响。通过计算正常收益率和超额收益率，分析并购对短期市场绩效的积极或消极作用。鉴于本案例所处互联网行业的特殊性，其风险系数较难选取，所以本文采用事件研究法中的市场调整法来进行相关数据的计算。

2.1.1 窗口期选择

在本案例中，公告日为 2018 年 8 月 13 日，设公告日为事件日 $T=0$ 。剔除法定节假日和周末，选择并购公告前后十个交易日作为事件窗口期，即 $T=(-10,10)$ ，涵盖从 2018 年 7 月 30 日至 2018 年 8 月 27 日的 21 个交易日。期间，通过查询阅文集团个股收益率，并以恒生指数收益率作为市场收益率，恒生指数反映香港股市走势，是加权平均股价指数，基于香港 50 家公司的成交量权重。结果显示阅文集团股价与恒生指数在

事件期内的走势大致相似。

2.1.2 累计超额收益率的计算

本文采用市场模型法计算预期收益，该方法假设个股收益与市场指数收益之间存在线性关系。首先，计算估计期内阅文集团股票日收盘价（ R_{it} ）与恒生指数日收盘价（ R_{mt} ）的收益率。个股收益率和市场收益率的计算公式分别为：

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (1)$$

$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}} \quad (2)$$

其中， P_{it} 为阅文集团第 t 天的收盘价， P_{mt} 为恒生指数第 t 天的收盘价。超额收益率（AR）为公司实际收益率与市场收益率的差额，累计超额收益率（CAR）通过事件窗口期内的超额收益率累加得出。在 2018 年 7 月 30 日至 8 月 27 日的事件窗口期内，阅文集团发布并购公告后的累计超额收益率为负 21.76%。公告发布后第二天（8 月 14 日），阅文集团股价下跌 17%，累计超额收益率在 8 月 20 日达到最低值-28.56%，在窗口期结束时稳定在-21.76%。

2.2 财务指标法

2018 年 10 月 31 日，阅文集团成功收购新丽传媒两个月后，新丽传媒实现收入 2.75 亿元，净利润 6800 万元。作为中国文化产业的代表性企业，阅文集团兼具文化与企业特点。本文采用财务指标法，通过 10 个关键财务指标，对并购前后的财务绩效进行评估，分析并购对阅文集团财务表现的影响，重点考察盈利能力、偿债能力、营运能力及成长能力的变化。

2.2.1 偿债能力分析

偿债能力反映公司的财务状况与经营能力，是企业健康发展的关键指标。本文通过流动比率和资产负债率分析阅文集团并购前后的偿债能力。流动比率显示公司将流动资产转化为现金以偿还短期债务的能力，资产负债率衡量公司使用债务资金运营的情况，评估债权人的信用安全水平。

表 1 偿债能力分析指标表

财务指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
流动比率（倍）	1.28	5.35	2.16	2.06	2.73	2.82	3.13	3.11
资产负债率（%）	26.97	16.35	33.84	26.05	29.17	26.23	21.02	17.96

数据来源：根据阅文集团年报数据整理汇制

从表 1 的数据可以看出，2016 年至 2017 年，阅文集团的流动比率大幅上升，表明其短期偿债能力显著增强。2018 年流动比率降至 2.16，2019 年进一步下降至 2.06，主要原因是公司现金及现金等价物减少。尽管如此，资产负债率在并购后的几年内保持相对稳定，2023 年降至 17.96%，表明阅文集团的长期偿债能力依然稳固。总体来看，虽然并购新丽传媒导致短期内流动比率因现金支付压力有所下降，但资产负债率的平稳表明并购对公司长期偿债能力的影响有限。2021 年至 2023 年，流动比率逐步回升至 3.11，显示出公司的短期偿债能力在并购整合后有所恢复，资产管理能力保持较强水平。

2.2.2 营运能力分析

营运能力反映了公司对经济资源的管理效率。为评估阅文集团并购新丽传媒前后的资产使用效率，本文分析了总资产周转率和流动资产周转率。

表 2 营运能力分析指标表

财务指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
总资产周转率（次）	0.38	0.37	0.23	0.31	0.36	0.39	0.33	0.31
流动资产周转率（次）	1.47	0.71	0.42	0.63	0.72	0.72	0.61	0.59

数据来源：根据阅文集团年报数据整理汇总

表 2 数据显示，2018 年并购当年，这两项指标分别降至 0.23 和 0.42 的低点。到 2020 年，总资产周转率回升至 0.36，流动资产周转率上升至 0.72，表明并购整合后，阅文集团的资产管理效率得到了提升，新丽传媒成功融入集团的战略布局。然而，2022 年和 2023 年，两项指标有所回落，总资产周转率降至 0.33 和 0.31，流动资产周转率则降至 0.61 和 0.59，显示出运营效率有所减弱，反映出并购后面临的挑战。总体而言，阅文集团的营运能力在并购后有所改善，资产管理效率也取得了一定进展。

2.2.3 盈利能力分析

盈利能力是企业生存与发展的基础，能够有效反映企业在一定时期内的盈利状况和资本增值能力。盈利能力不仅影响投资者的收益预期，也对公司的经营稳定性至关重要。本文通过总资产收益率和净资产利润率两个关键指标，评估阅文集团并购新丽传媒后的盈利能力。

表 3 盈利能力分析指标表

财务指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
净资产收益率（%）	0.71	4.41	4.95	5.65	-29.71	10.74	3.39	4.23
总资产利润率（%）	0.54	4.27	3.87	4.49	-21.29	9.89	3.40	3.89

数据来源：根据阅文集团年报数据整理汇总

从表 3 数据来看，2016 年至 2019 年，阅文集团的净资产收益率和总资产利润率保持稳定增长，2019 年净资产收益率达 5.65%，总资产利润率为 4.49%。然而，2020 年由于市场波动和并购整合的影响，两项指标分别降至-29.71%和-21.29%，反映出公司在该年面临较大的盈利压力。自 2021 年起，阅文集团的盈利能力逐步恢复，2023 年净资产收益率回升至 4.23%，总资产利润率恢复至 3.89%。总体来看，阅文集团在并购后的盈利能力有所恢复，但仍面临一定挑战。

2.2.4 成长能力分析

发展能力是评估公司是否具备增长潜力和持续增强综合实力的重要指标。营业收入同比增长率衡量公司在特定时期内营业收入的增长幅度，反映其市场扩展和业务规模的变化。总资产同比增长率评估公司资产规模的增长情况，体现公司资本积累、业务扩展以及整体实力的提升。本文通过营业收入同比增长率和总资产同比增长率两个关键指标，评估阅文集团并购新丽传媒后的成长能力。

表 4 成长能力分析指标表

财务指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
营业收入同比增长率（%）	59.14	60.16	23.03	65.69	2.13	1.67	-12.03	-8.05
总资产同比增长率（%）	11.76	112.25	83.88	-5.69	-18.80	9.30	-2.42	2.00

数据来源：根据阅文集团年报数据整理汇总

由表 4 可见，阅文集团的成长能力在 2016 至 2023 年间波动较大。营业收入同比增长率在 2016 至 2019 年间强劲增长，2019 年达到 65.69%，但 2020 年后增速放缓，2022 年和 2023 年分别为-12.03%和-8.05%，显示出并购后面临的市场挑战。总资产同比增长率在 2017 年大幅增长 112.25%，2018 年继续增长 83.88%，但自 2019 年起增速放缓，2020 年降至-18.80%，随后在 2021 年回升至 9.30%。2022 年和 2023 年则分别为-

2.42%和 2.00%。整体来看，阅文集团的成长能力在并购后呈现波动，近期收入与资产增长放缓，面临一定发展压力。

3 阅文集团并购新丽传媒财务风险分析

3.1 并购前新丽传媒的估值风险

财务数据是评估公司价值的基础。合并前，信息不对称可能导致对目标公司价值的估计偏差。高估值会增加溢价和股权波动的风险，低估则可能导致投资失误。自 2013 年以来，新丽传媒的价值增长了三倍，此次收购估值为 155 亿元，收益率为 40 倍，远超行业平均水平。然而，新丽传媒的现金流不稳、资金周转率低、流动性差，偿债能力不足，增加了估值过高和财务波动的风险。并购协同效应不明显，估值过高可能影响阅文集团的长期健康发展。

3.2 并购中筹资支付财务风险分析

融资是并购过程中的关键环节，选择适当的现金支付方式至关重要。阅文集团的经营和投资活动现金流量连续五年增长，资产流动性较强，资本储备充足，但这仍不足以完全支持并购需求。依赖现有资金虽然能部分控制财务风险，但也可能错失机会。为了融合新丽传媒的业务特点，并购完成后仍需大量资金投入，以减轻债务压力并降低金融风险。

3.3 并购后财务整合风险

并购后，阅文集团需在战略、文化、组织结构、资产和融资等方面进行系统整合。随着自有资源不足、资金周转率下降，整合难度加大。虽然阅文收入有所增长，但吸收大量并购资金后，进一步发展的难度也增加。并购后，双方在财务运作上面临挑战，资本结构管理存在风险。新丽传媒的加入虽能带来收入多元化，但团队理念和风格差异，仍可能在整合过程中引发潜在的财务风险。

4 阅文集团并购新丽传媒财务风险防范建议

4.1 确定并购动机，防范定价风险

在并购前，需对新丽传媒进行全面评估，涵盖市值、业务稳定性和未来发展潜力。阅文集团应明确并购动机，确保定价合理，避免因信息不对称导致的高估或低估风险。应采取建立健全并购重组法律法规、构建匹配的监管体系、明确各方责任，并利用市场机制处置并购中的不良资产等策略来防范风险^[8]。为此，可以依托信誉良好的第三方机构进行深入调研，获取准确数据，并通过专业定价建议降低财务风险^[9]。并购前，还需充分评估宏观经济政策的影响，选择合适的估值方法，避免仅凭短期财务数据做出决定。

4.2 优化企业融资结构，拓宽融资渠道

并购融资应结合现金和股权支付，以平衡风险和成本。阅文集团需拓宽融资渠道，充分考虑长远利益，通过优化股权比例和债务结构，系统性地提升企业的融资能力。融资时要特别关注大股东与中小股东的利益平衡，确保中小股东的参与度，防止大股东操控并购过程。在制定融资方案时，应注重多方意见，并根据并购的具体需求和目标公司的实际情况进行分阶段融资，灵活调整，最大限度地降低财务风险。

4.3 实现财务整合，控制文化整合风险

并购后，阅文集团和新丽传媒需在战略、文化和组织架构上进行全面整合，确保财务资源的有效整合。完善内部控制制度，明确各部门职责，优化财务监督机制。同时，采用多元化支付方式，避免单一的现金或股权支付导致资金流动性风险。通过科学的财务管理体系，利用数据共享与信息化手段，提高并购后整合的效率，降低因信息不对称引发的风险。

5 结语

企业通过并购可以扩大规模、整合资源、提升市场竞争力，但需特别关注交易中的财务风险，并采取有效措施防范。阅文集团并购新丽传媒过程中，结合了现金与新股的支付方式，有效优化了资本结构。在并购前，企业需通过尽职调查和专业第三方评估，确保估值合理，避免因估值偏差导致的财务风险。并购后，企业应整合财务、战略和运营资源，确保资金使用合理，防范因支付方式不当引发的资金问题。通过细致研究和资源整合，阅文集团可以更好地实现并购后的长期健康发展，提升竞争力并规避潜在风险。

参考文献

- [1] 冯根福,吴林江.我国上市公司并购绩效的实证研究[J].经济研究,2001(01):54-61+68.
- [2] 张宗新,季雷.公司购并利益相关者的利益均衡吗?——基于公司购并动因的风险溢价套利分析[J].经济研究,2003(06):30-37+94.
- [3] 朱帮助,朱垠.并购、企业社会责任与风险承担——基于准自然实验的证据[J].会计之友,2023,(12):44-51.
- [4] 王文华,丁佳琰.并购业绩承诺、风险承担与企业创新绩效[J].财会月刊,2023,44(03):32-40.
- [5] 李云鹤,朱林染,谭卓鸿,等.财务困境公司能够通过并购实现脱困吗? [J].华东师范大学学报(哲学社会科学版),2022,54(05):161-174+192.
- [6] 蒋冠宏.企业并购如何影响绩效:基于中国工业企业并购视角[J].管理世界,2022,38(07):196-212.
- [7] 刘建勇,张宁.并购商誉对企业可持续发展的影响——以风险承担能力为中介[J].经济与管理,2023,37(05):72-83.
- [8] 朱立伟,金德庆.中小银行并购重组风险及防范研究——以江苏银行并购案为例[J].财会通讯,2024,(04):131-134.
- [9] 张丽波,王瑜.互联网企业并购财务风险防范策略探析[J].财务与会计,2023,(18):80-81.

【作者简介】

郭雨萌（1998-），女，汉，华东交通大学，会计硕士，研究方向：审计与公司治理。Email:rainytomorrow@163.com